

# 株券不発行制度の導入

～変貌する有価証券制度～

二上季代司

先月、法制審議会は「株券不発行制度の導入に関する要綱」を法務大臣に答申した。この要綱の内容は、株式会社に株券発行を原則義務付けている現行商法を改正して株主から請求を受けても株券の発行を行わないようにし、あわせて、頻繁に株式が売買されている公開会社の場合には、株券なしに株式を適正かつ迅速に流通させるための新たな株式振替制度を定めている。今回の商法改正案によれば、公開会社については、来春にも予定される改正商法施行の日から五年以内の「一斉移行日」に、現在出回っている株券はすべて廃止されることになる。これによってわが国の証券決済システムは大きく前進するとともに、CP、一般社債について株式もペーパー化されることになり、「権利を表章した紙券」から「電磁的な記録」に有価証券概念が根本的に変わることになる。そこで、以下では今回の改正案を紹介し、その背景などについて簡単に整理してみた。

## 1 株券の不発行

現行商法は、株式会社に対し株券発行を原則義務付けているが、実際上は株券の多くが証券会社への保護預かりや証券保管振替機構（以下、保振と略）に預託され、株式に対する所有権の移転等は保振におかれた参加者

(証券会社等)口座および顧客口座の間での口座振替によっておこなわれている。すなわち、現在の保振制度は顧客が保振参加者(証券会社等)に顧客口座を開設してそこに本券を預け、参加者はさらに保振に参加者口座を開設して本券を再預託し、譲渡に際してはその口座間での振替を通じて行われている。したがって、現実には手元に株券を保有せず株券の交付や移転なしに株式の譲渡が行われているのである。本券は発行されていることになっているが、それが保振に混蔵保管され「不動化」されているのである。

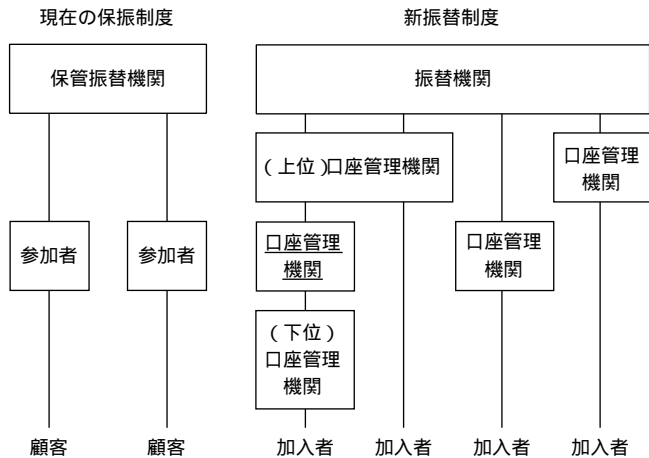
今回の措置はこれをさらに一歩進めて、現行の保振制度を新振替制度に置き換え、現在、保振を利用している公開会社の発行するすべての株式について、その帰属を振替機関に開設する振替口座への記載によって定め、その移転を口座間の振替によって行うことにより、株券そのものを「不発行」とするのである。その期日は、改正商法施行後五年<sup>(1)</sup>以内の政令で定める日(一斉移行日という)であり、この日を期してすべての公開会社は株券不発行の定款変更決議を行ったこととされ、保振制度利用会社から新振替制度利用会社となる<sup>(2)</sup>。

## 2 新振替制度

この新振替制度は、実際上は現在の保振制度を基礎とし、それを一部修正・延長したものになるとされる。新振替制度では現行保振制度で作成されている参加者口座簿と顧客口座簿の内容が、そのまま振替機関に開設する口座管理機関の口座簿および口座管理機関に開設する加入者の口座簿に転記されることになる<sup>(3)</sup>。なお、現行の保振制度では、顧客参加者(証券会社等)、参加者保振の二階層構造になっているが、新制度では多階層構造が採用され、口座管理機関は「上位口座管理機関」、「下位口座管理機関」をもつことになる。(図を参照)

では、保振に預託せず、かつ証券会社の保護預かりにもしていないで本券で保有している投資家の株主としての権利はどうなるか。本年三月末現在、個人の株式保有額は四八兆七千億円、本券保有分（いわゆるタンス株券）はその約半分、二〇兆円強と目される。この分については、発行会社は振替機関あるいは口座管理機関にその株主を名義人とする特別口座を開設し、それを通じて配当支払い、株主への総会決議通知などがなされる。

したがって、一斉移行日以後、本券はただの紙切れになるが、株主権は守られることになる。ただし特別口座を通じて売買はできないので、その場合にはあらためて振替口座を開設し、それを通じて売買することになる。また、本券保有者が、名義書換をせず株主名簿に記載されていなければ、当然のことながら株主権は行使できない。その場合、名義上の株主との関係（売買、質権設定、相続、贈与等によって譲渡されたこと）を証明できなければ株主権を失うことになる。したがって、名義書換を済ませていないタンス株券の保有者は早めに名義書換を済ませておくことが望ましい。



(注)「上位」「下位」は真ん中の口座管理機関から見たものである。

### 3 現行保振制度との違い

では、現在の保振制度と新振替制度はどこが違うのだろうか。

第一に、保振制度では、顧客 参加者（証券会社など） 保振機関の二階層構造であるが、新制度では加入者（顧客） 口座管理機関 口座管理機関…… 振替機関の多階層構造が可能になったことである。こうしたツリ一状の多階層構造になっていけば、海外の金融機関や証券会社が直近上位の口座管理機関に振替口座を持つことによって海外投資家の日本株売買に伴う決済はもとより株主権の管理・行使を円滑・容易に行うことができるようになる。

第二に保振制度では、株券は混蔵保管されていることになっており、過大記載に際しては連帯責任を負うことになってきた。例えば、参加者であるA証券会社がBの顧客口座に千株と記載すべきところ一万株と記載し、Bがこれを奇禍として売却、別のCがこれを善意取得した場合には発行株数を超過する過大記載が生じる。この場合には、この過大記載に全く責任の無い保管振替機関および他参加者も連帯責任とされている。しかし、新制度では、株主権は口座への記載によって生じる。したがって口座管理機関であるA証券会社（あるいは振替機関）が過大記載した場合には、A（あるいは振替機関）がその超過分を市場から自己負担で購入し、これを消却することによってその責任を負うことになる。<sup>4)</sup>「社債等の振替に関する法律」（本年四月施行）は社債、国債等の振替制度を定めたものであるが、過大記載の責任はそれを行った振替機関等に限定しており、これを今回の株式振替制度にも適用して統一的な証券決済制度になるように図ったのである。

第三に、現行の保振制度では、株券の保有者からの名義書換請求に応じて作成する株主名簿のほかに保振が年に二回行っている実質株主通知に基づく実質株主名簿の二つを作成しなければならない。これが振替機関による

株主通知だけで株主名簿が作成されることになり、株主管理がシンプルとなる。すなわち、振替口座簿の内容を発行会社に通知する一斉株主通知（年二回）のほか、正当な理由がある場合<sup>5)</sup>には発行会社は費用を支払って株主通知の請求を行うことができる。他方、少数株主権、単独株主権<sup>6)</sup>などの継続保有期間を必要とするような株主権限は、現行保振制度の場合には、年二回の実質株主通知の時点から起算していたため継続保有期間が寸断される恐れがあつた。これも株式を取得し口座に記載された時点で、株主側は振替機関に対し発行会社に個別株主通知を行うことを請求できるようになった。

#### 4 小括

今回の株券不発行制度導入を推進した背景、動機、ニーズとして、次の点が指摘されている。

一つは、発行会社にとってのコストの節減である。増資による新株発行のほか、最近では会社合併や株式交換、株式移転などの組織再編が盛んに行われるようになっており、そのたびに株券を回収して新株券を刷りなおすということが行われている。株券の発行に伴う印刷費は大規模公開会社になると数億円といわれている。これが節約できるというメリットである。

第二は株式取引決済の迅速化・効率化である。現在は保振を通じた口座振替のほか本券の流通も混在している。そのために株券の受け渡しに時間がかかりT+3（四日目決済）の短縮が難しいといわれている。本券が無くなれば決済期間の短縮にとって前進となる。また約定成立から受け渡し・決済完了までのプロセスをペーパーレス化、自動化するSTP（Straight through processing）は事務リスクの縮減と効率化をはかるための切札と期待されているのだが、その条件が整つことになる。

第三は株主管理事務の合理化である。すでに見たように現在は、株券の保有者からの名義書換請求に依じて作成する株主名簿と保振からの実質株主名簿の二つが作成されている。二重に作成していること自体が不経済であることのほか、株主管理が二つに分かれることで、継続保有期間を必要とするような株主権限（単独株主権、少数株主権）が損なわれることが指摘されてきた。新振替制度になれば、振替機関による株主通知だけで株主名簿が作成されることになり、株主管理がシンプルとなる。そのほか、多階層構造にすることによってクロスボーダーの証券決済が容易になることも指摘できよう。

そしてなにより、情報通信技術の革新によって、株主としての権限が紙ベースではなく電磁的な記録によって移転できるようになったことが不発行を技術的に可能にした最大の要因であろう。今回の株券不発行制度によって、CP、社債と続いてきた有価証券のペーパーレス化が完成したといつてよからう。

「権利を表章した紙券＝ペーパー」という有価証券概念が現実と合致しなくなったのである。手形の振り出し自体が印紙税等の負担もあって激減し、これに代わって売掛債権の証券化が進行している。また、社債と類似することになるが銀行の貸付債権を証券化することも進んでいる。このようにもともと流通を予定していなかった売掛債権、貸付債権等の指名債権を、実質的に譲渡させることが行われている。「証券化」がそれである。それとともにこうした「証券化」を現実たらしめるための仕組みとしてSPV（特別目的事業体、Special Purpose Vehicle）なる受け皿が考えだされ、そこへの売却が真性か、オリジネーターの倒産の影響から隔離されているか（倒産隔離）、SPVは保有する債権等の第三者對抗要件を具備しているか、といった論点が法的関心事となっている。有価証券制度は、権利移転の過程で誰が正当な権利者であるか、を巡る紛争処理のために考えだされた法的技術であるが、まさに有価証券制度のイノベーションが起きているのである。

注

- (1) 五年という期間は新振替制度のためのシステム整備完了に必要な期間とされる。
- (2) 他方、保振を利用していない株式会社（非公開会社）については、株式の帰属、その譲渡は株主名簿への記載によつてなされる。この場合、株券が無いので、適正に名義書換が行われているかをチェックできるように、会社に対する株主名簿記載事項の証明書の交付請求権が認められることになった。
- (3) 新振替制度では、振替口座を開設するものは「加入者」と呼ばれる。なお振替機関には現在の証券保管振替機構（保振機構）があたり、口座管理機関には現在は保振参加者となっている証券会社、銀行、名義書換代理人（信託銀行等）がなるものと予定される。
- (4) なお、Aが超過分を購入し消却するまえに倒産した場合、Aに振替口座を有する投資家は保有株数に相当する数の株式を実は保有していないことになって損害をこうむる。このために社債の場合と同様に加入者保護信託制度の整備が必要とされている。
- (5) 例えば、毎月、株主優待券を送付したいので毎月この株主名簿を作成したい等、である。
- (6) 少数株主権とは帳簿閲覧権など一定数以上の株式を保有する株主が行使できる権限である。また、単独株主権は株主代表訴訟のように株主ならば誰でも行使できる権限である。ただしこれらの行使には六ヶ月以上、継続して保有する株主、という条件がある。

( ) にかみ きよし・客員研究員)